

0-793318

На правах рукописи



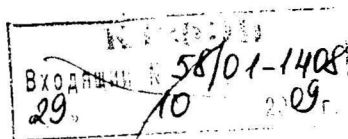
КУСМАРЦЕВ Александр Ильич

**ФИНАНСОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ
РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ
В РОССИИ**

Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Саратов - 2009



Работа выполнена на кафедре финансов Саратовского государственного социально-экономического университета.

Научный руководитель - д-р экон. наук, профессор
Барулин Сергей Владимирович

Официальные оппоненты - д-р экон. наук, профессор
Веретенникова Ольга Борисовна
- канд. экон. наук, доцент
Потапова Светлана Васильевна

Ведущая организация - Тамбовский государственный университет
им. Г.Р.Державина.

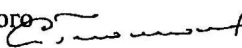
Защита состоится 23 ноября 2009 года в 15⁰⁰ час. на заседании диссертационного совета Д 212.241.03 при Саратовском государственном социально-экономическом университете по адресу:

410003, Саратов, Радищева, 89, Саратовский государственный социально-экономический университет, ауд. 843.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке университета.

Автореферат разослан 23 октября 2009 года.



Ученый секретарь диссертационного
совета, д-р экон. наук, профессор  С.М.Богомолов

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Эффективное развитие рыночной экономики невозможно без существования развитого финансового рынка, важнейшим звеном которого выступает рынок ценных бумаг - неотъемлемый атрибут, как развитых стран, так и стран с формирующейся рыночной экономикой.

Как показал глобальный финансовый кризис 2008 г., проблема радикального совершенствования системы регулирования рынка ценных бумаг приобрела особую остроту. Даже в США применяемые ранее подходы к регулированию рынка ценных бумаг оказались неэффективными и требуют существенного изменения. В период кризисных потрясений мировых рынков ценных бумаг осенью 2008 г. российский фондовый рынок обнажил ряд специфических проблем, которых можно было бы избежать в случае более эффективного регулирования рынка: проблема неплатежей по РЕПО сделкам на Фондовой бирже ММВБ (общий размер задолженности участников рынка РЕПО составил более 20 млрд. руб.); дефолты по облигациям ряда эмитентов (количество дефолтов по корпоративным облигациям в 2008 г. составило 24, технических дефолтов - 30, в первом полугодии 2009 г. количество дефолтов составило 127, технических дефолтов - 155); убытки паевых инвестиционных фондов и общих фондов банковского управления, что повлекло за собой существенное снижение уровня доверия инвесторов к институту коллективного доверительного управления и рынку ценных бумаг в целом (доходность паевых инвестиционных фондов в 2008 г. была в пределах от +7,33% до - 83,62%, причем положительную доходность смогли продемонстрировать только около 2% от всех функционирующих в России паевых инвестиционных фондов); частые приостановки торгов ценными бумагами на российских биржах, что привело к оттоку зарубежных инвесторов на западные биржи, на которых торгуются депозитарные расписки на российские акции. К данным проблемам мы не относим существенное снижение уровня капитализации российского рынка ценных бумаг, ввиду того, что снижение капитализации рынков ценных бумаг по причине изменения курсов ценных бумаг является привычным явлением в условиях цикличности экономических процессов, протекающих на рынке ценных бумаг.

Основным негативным последствием кризисных явлений для отечественного рынка ценных бумаг является банкротство ряда финансовых институтов по причине бесконтрольных заимствований (преимущественно зарубежных). При этом данные займы были взяты под залог ценных бумаг, резкое снижение котировок которых привело к обесценению предмета залога, что и привело эти организации к неплатежеспособности. Кроме того, следует отметить, что еще в докризисный период российскому фондовому рынку были присущи такие недостатки, как: низкий уровень информированности населения о рынке ценных бумаг; отсутствие стимулирующих мер со стороны государства для увеличения

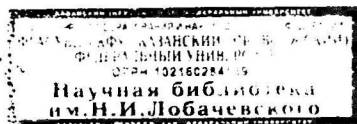
количества инвесторов на рынке ценных бумаг; низкий уровень ликвидности и капитализации рынка ценных бумаг; низкий уровень конкурентоспособности российских бирж в сравнении с зарубежными биржами; неудовлетворительный уровень риск-менеджмента профессиональных участников рынка ценных бумаг и др.

В связи с вышеизложенным, можно сделать вывод об актуальности темы исследования, особенно в условиях нестабильности мировых финансовых рынков. Существующая в России система финансового регулирования и саморегулирования фондового рынка не в состоянии нивелировать негативные последствия кризисных и посткризисных явлений. Требуется новые подходы к регулированию рынка ценных бумаг.

Степень разработанности темы диссертационного исследования. На современном этапе теоретическим и практическим проблемам развития рынка ценных бумаг в специальной литературе уделяется достаточно большое внимание. В отечественной и зарубежной экономической науке сформировались различные направления исследований, затрагивающие современное состояние и роль рынка ценных бумаг в экономике, особенности моделей рынка ценных бумаг, вопросы регулирования рынка ценных бумаг. Наиболее значительный вклад в становление и развитие теории финансовых рынков и их влияния на экономику внесли такие зарубежные экономисты как Р. Гильфердинг, Дж. Диллер, Д. Кейнс, А. Левит, Р. Маккиннон, Г. Марковиц, М. Миллер, Дж. Сорос, Л. Тейлор, Д. Тобин, Р.Дж. Тьюлз, Т.М. Тьюлз, М. Фридмен, С. Харпер, У. Шарп и др. Среди представителей отечественной экономической школы, занимающихся проблемами рынка ценных бумаг, можно выделить Б. И. Алехина, Т.Б. Бердникову, А.Н. Буренина, О.Б. Веретенникову, В.А. Галанова, А.В. Карпушкину, М.Ю. Маковецкого, Я.М. Миркина, В.Т. Мусатова, Г.Б. Поляка, С.В. Потапову, Б.Б. Рубцова, Е.В. Семенкову, Л.А. Серебрякову, Е.Б. Стародубцеву, А.Б. Фельдмана и др.

Проблемы регулирования рынка ценных бумаг рассматривались такими зарубежными авторами, как Р. Бернард, Б. Борн, А. Рот и др. Среди российских авторов, исследующих вопросы регулирования рынка ценных бумаг, можно выделить С.А. Банина, А.С. Бараховского, Ю.А. Лисина, Я.М. Миркина, Г. Н. Пилипенко, Ю.С. Сизова и др.

Несмотря на значительное количество работ, посвященных проблемам функционирования и регулирования рынка ценных бумаг, исследование финансовых аспектов регулирования является редким явлением. Кроме этого следует отметить тот факт, что, как правило, анализ финансового регулирования рынка ценных бумаг проводился в разрезе одной из многочисленных форм финансового регулирования рынка ценных бумаг, например, налогового регулирования, которому посвящены работы Д.М. Братцева, Н.В. Кашиной и некоторых других авторов. Практически не исследованной остается проблема создания в России комплексной и действенной системы финансового саморегулирования этого рынка.



Таким образом, проблема финансового регулирования российского рынка ценных бумаг является недостаточно разработанной. Многочисленные вопросы его финансового регулирования остаются сегодня дискуссионными. Финансовый кризис требует пересмотра традиционных подходов к государственному финансовому регулированию рынка ценных бумаг и повышению значимости его финансового саморегулирования. Все изложенное и определило выбор темы, цель и задачи диссертационного исследования.

Целью диссертационного исследования является разработка эффективной, адаптированной к современным условиям комплексной системы государственного финансового регулирования и саморегулирования российского рынка ценных бумаг на основе развития теоретической базы и методологических подходов, разработки механизмов и практических рекомендаций в области финансового регулирования фондового рынка.

Для достижения поставленной цели исследования были определены следующие задачи:

- рассмотреть сущность и функции рынка ценных бумаг в современной экономике;
- выявить элементы системы регулирования рынка ценных бумаг;
- рассмотреть понятие и структуру системы финансового регулирования рынка ценных бумаг;
- проанализировать действующую систему государственного финансового регулирования рынка ценных бумаг в России;
- выявить и систематизировать основные факторы, сдерживающие развитие рынка ценных бумаг в России;
- разработать пакет мер, направленных на повышение стимулирующей роли государственного финансового регулирования в развитии российского рынка ценных бумаг;
- провести оценку состояния и эффективности финансового саморегулирования рынка ценных бумаг;
- предложить варианты совершенствования системы финансового саморегулирования рынка ценных бумаг России.

Предметом исследования является совокупность денежных отношений, возникающих в процессе функционирования системы государственного финансового регулирования и саморегулирования российского рынка ценных бумаг.

Объектом исследования выступают российский и мировые рынки ценных бумаг, действующая в России система его государственного финансового регулирования и саморегулирования, а также деятельность органов регулирования рынка ценных бумаг.

Методологической основой диссертационной работы послужили классические концепции рынка ценных бумаг и его финансового регулирования, а также методы системного анализа и синтеза, научной абстракции, индукции и дедукции, группировок, сравнений и оценок.

Информационную базу исследования составили законодательные и нормативные акты РФ, Центрального Банка, Федеральной службы по финансовым

рынкам и других федеральных органов власти; статистические и аналитические материалы Федеральной службы государственной статистики, Министерства экономического развития; материалы ряда информационно-аналитических агентств; информационные материалы ММВБ, РТС, профессиональных объединений участников рынка (НАУФОР, ПАРТАД и т.д.). При анализе мировых тенденций на рынке ценных бумаг использовались статистические данные и аналитические материалы Всемирного банка, МВФ, Европейского банка реконструкции и развития, Европейского центрального банка, Федеральной резервной системы США, Комиссии по ценным бумагам и биржам США, Всемирной федерации бирж. Кроме того в работе использовались материалы ведущих мировых консалтинговых фирм и рейтинговых агентств (Ernst & Young, PriceWaterhouseCoopers, Standard&Poor's), финансовые отчеты профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Наиболее важные научные результаты диссертационного исследования заключаются в следующем:

- систематизированы и классифицированы функции рынка ценных бумаг в зависимости от объема охватываемых ими денежных отношений на три группы: общепиансовые (перераспределительная, регулирующая и контрольная функции), общерыночные (коммерческая, спекулятивная, ценовая и информационная функции) и специфические (инвестиционная функция, функция страхования ценовых и финансовых рисков, функция выражения, перераспределения и подтверждения прав собственности);

- представлен в комплексе расширенный субъектно-объектный состав системы регулирования российского рынка ценных бумаг, конкретизированы и уточнены отдельные элементы названной системы регулирования в части отношения участников рынка ценных бумаг как к субъектам, так и к объектам регулирования;

- дано авторское понятие и раскрыто содержание системы финансового регулирования рынка ценных бумаг, в состав которой предложено включать две подсистемы (относительно самостоятельные формы финансового регулирования): государственное финансовое регулирование и финансовое саморегулирование (традиционно к этой системе относят лишь государственное финансовое регулирование рынка ценных бумаг);

- раскрыто содержание (сущность, формы, субъекты, задачи) и дано авторское определение финансового саморегулирования рынка ценных бумаг как упорядоченной и целенаправленной деятельности отдельных профессиональных участников рынка ценных бумаг (внутреннее финансовое саморегулирование) и объединений его профессиональных участников (внешнее финансовое саморегулирование), направленной на контроль за соблюдением показателей финансовой устойчивости профессиональных участников рынка ценных бумаг, совершенствование риск-менеджмента участников рынка, защиту прав и законных интересов инвесторов;

- на основе сравнительного анализа качественных и количественных характеристик рынка ценных бумаг в России и в других странах дана авторская клас-

сификация факторов, сдерживающих развитие российского рынка ценных бумаг, в соответствии с которой выделены капитализационные, налоговые, инфраструктурные, информационные, учетные, защитные и правовые факторы;

- предложен комплекс мер, направленных на устранение негативного влияния факторов, ограничивающих развитие рынка ценных бумаг в России, с выделением антикризисных мер и мер посткризисного характера;

- обоснован и разработан механизм государственного налогового стимулирования активности участников рынка ценных бумаг, в частности: применение льготного режима налогообложения профессиональных участников этого рынка, особенностью которого является снижение в два раза ставки по налогу на прибыль организаций для профессиональных участников рынка ценных бумаг в случае увеличения за предшествующий год активов клиентов данных организаций не менее чем на величину ставки рефинансирования Банка России; освобождение от налога на доходы физических лиц дивидендов, полученных от юридических лиц физическими лицами; введение "акций, дающих налоговые преимущества";

- обоснована необходимость использования в российской практике и предложен механизм (источники, управление, условия выплат и т.д.) функционирования компенсационного фонда как инструмента страховой защиты участников рынка ценных бумаг, формируемого за счет взносов членов саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг и используемого на цели финансовой защиты участников рынка ценных бумаг от наступления неблагоприятных последствий неисполнения и/или недобросовестного исполнения профессиональными участниками этого рынка своих обязательств.

Теоретическая и практическая значимость диссертационной работы.

Теоретическая значимость диссертационной работы заключается в принципиальном уточнении субъектно-объектного состава системы регулирования фондового рынка, сущности системы финансового регулирования рынка ценных бумаг и расширении понятийного аппарата финансового регулирования этого рынка в части исследования содержания финансового регулирования рынка ценных бумаг. Теоретические положения и методологические подходы, разработанные в диссертации, легли в основу практических рекомендаций и механизмов.

Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что результаты исследования, относящиеся к мерам по совершенствованию системы государственного финансового регулирования и саморегулирования рынка ценных бумаг в России (применение льготного режима налогообложения прибыли профессиональных участников рынка ценных бумаг, разработка и реализация Федеральной целевой программы по развитию финансового рынка России, применение компенсационных фондов на рынке ценных бумаг) могут быть использованы органами законодательной и исполнительной власти, регулирующими рынок ценных бумаг (ФСФР России, ФНС РФ, Банком России, Министерством финансов РФ и др.), саморегулируемыми организациями (НАУФОР,

ПАРТАД и др.), торговыми системами (ММВБ и РТС) и другими инфраструктурными институтами рынка ценных бумаг.

Апробация и внедрение результатов исследования. Материалы работы и результаты диссертационного исследования докладывались и обсуждались на межвузовской научно-практической конференции "Реализация финансовой, банковской и таможенной политики: современные проблемы экономики и права" (Саратов, 2008), на международной научно-практической конференции "Финансово-правовые и экономические проблемы в условиях мирового кризиса" (Саратов, 2009), на международной научно-практической конференции "Тенденции развития финансов: теория и практика" (Пенза, 2009).

Результаты диссертационной работы нашли применение в практической деятельности ЗАО "Инвестиционная Группа "ВЕЛЬДЕГА", а также используются в учебном процессе в Саратовском государственном социально-экономическом университете. Практическое использование результатов исследования подтверждено справками о внедрении.

По теме диссертационного исследования опубликовано 9 работ, общим объемом 3,2 п. л.; из них 3 статьи в изданиях, рекомендованных ВАК (в объеме 1,2 п. л.).

Структура и объем работы. Работа имеет следующую структуру, определенную логикой исследования и совокупностью решаемых в нем задач:

Введение

1. Теоретические аспекты финансового регулирования рынка ценных бумаг

1.1. Сущность и функции рынка ценных бумаг в современной экономике

1.2. Содержание и элементы системы регулирования рынка ценных бумаг

1.3. Понятие и структура системы финансового регулирования рынка ценных бумаг

2. Характеристика и совершенствование системы государственного финансового регулирования развития рынка ценных бумаг в России

2.1. Анализ действующей системы и политики государственного финансового регулирования рынка ценных бумаг

2.2. Основные факторы, сдерживающие развитие рынка ценных бумаг

2.3. Повышение стимулирующей роли государственного финансового регулирования в развитии рынка ценных бумаг

3. Формирование эффективной системы финансового саморегулирования рынка ценных бумаг в России

3.1. Оценка состояния и эффективности финансового саморегулирования рынка ценных бумаг

3.2. Совершенствование системы финансового саморегулирования рынка ценных бумаг

Заключение

Список использованных источников

Список использованной литературы содержит 181 источник. В работе представлены 8 таблиц и 13 рисунков, Объем диссертации составляет 162 страницы.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Результаты диссертационного исследования представлены в трех группах взаимосвязанных между собой научно-практических проблем.

Первая группа проблем связана с исследованием теоретических основ, а также с дополнением, уточнением и сведением в единый комплекс теоретических и организационно-методологических основ отношений, возникающих на рынке ценных бумаг и в процессе его регулирования.

Сущность экономических отношений, возникающих на рынке ценных бумаг, выражается через его функции. Исследование последних необходимо для того, чтобы определить, на выполнение каких функций должно быть нацелено финансовое регулирование рынка ценных бумаг. Анализ современной научной мысли в отношении функционального аспекта рынка ценных бумаг позволил сделать вывод о том, что выделение функций и объединение их в группы по каким-либо основаниям является дискуссионным вопросом. В связи с этим, в работе была проведена систематизация и классификация функций рынка ценных бумаг в зависимости от объема охватываемых ими денежных отношений. Так все рассмотренные функции было предложено разделить на три основных группы: общефинансовые, общерыночные и специфические (см. Рис. 1).

К общефинансовым функциям рынка ценных бумаг следует относить те функции, которые присущи в целом категории финансов. Под общерыночными функциями рынка ценных бумаг понимаются функции, которые присущи любому рынку. К специфическим функциям рынка ценных бумаг следует относить функции, присущие только рынку ценных бумаг. Представленная классификация функций рынка ценных бумаг наиболее полно раскрывает функциональное предназначение современного рынка ценных бумаг.

Регулирование рынка ценных бумаг - это процесс упорядочения деятельности всех его участников (эмитентов, инвесторов, посредников, организаций и прочих участников) и операций между ними со стороны уполномоченных органов. Регулирование рынка ценных бумаг охватывает все виды деятельности и операций, осуществляемых на нем, - эмиссионных, посреднических, инвестиционных, спекулятивных, залоговых, трастовых и прочих видов сделок. Система регулирования рынка складывается под влиянием проблем, которые накапливаются и требуют своего разрешения с тем, чтобы рынок, с одной стороны, мог развиваться и дальше, а с другой стороны, чтобы его развитие не противоречило каким-то общественным интересам.

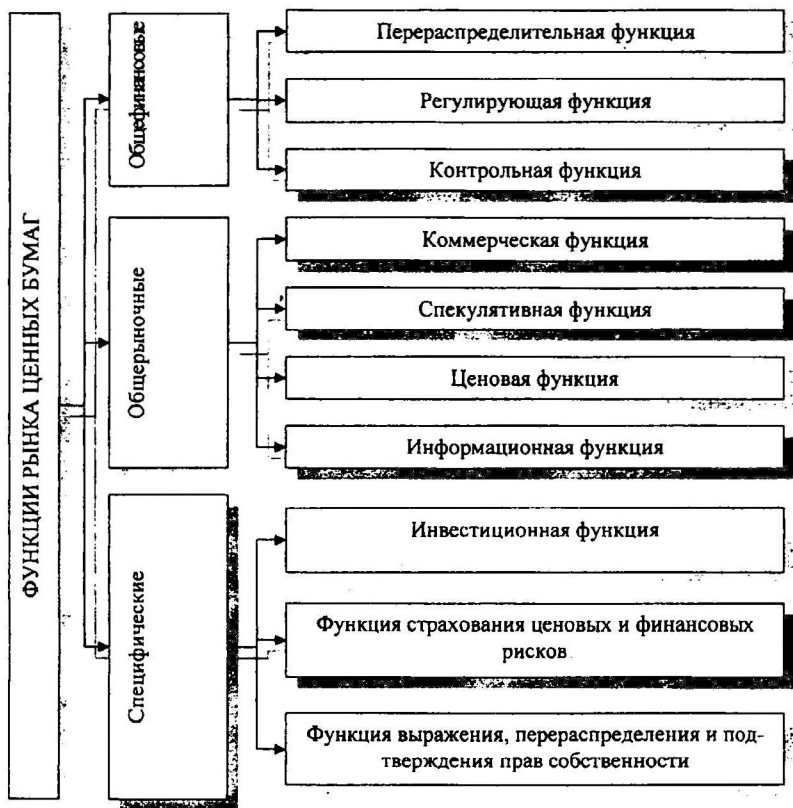


Рис. 1. Классификация функций рынка ценных бумаг

Для более глубокого понимания процесса регулирования рынка ценных бумаг в диссертации представлен в комплексе и определен расширенный субъектно-объектный состав системы регулирования рынка ценных бумаг, а также конкретизированы отдельные элементы системы регулирования в части отнесения участников рынка ценных бумаг, как к субъектам, так и объектам регулирования (см. рис. 2). Как правило, существующие подходы к определению субъектного состава системы регулирования рынка ценных бумаг не рассматривают участников рынка ценных бумаг как субъектов, однако, при более детальном рассмотрении данного вопроса, можно прийти к выводу о том, что в случае объединения участников рынка ценных бумаг в саморегулируемые организации, данные организации становятся субъектами регулирования рынка, что, безусловно, является очень важным моментом с позиций развития саморегулирования рынка ценных бумаг.



Рис. 2. Субъектно-объектный состав системы регулирования рынка ценных бумаг

Немаловажная роль в государственном регулировании рынка ценных бумаг отводится финансовому регулированию. Государственное финансовое регулирование рынка ценных бумаг определяется в работе как процесс целенаправленного и последовательного применения государством финансовых форм и методов воздействия на субъекты рынка ценных бумаг для оказания влияния на поступательное развитие этого рынка на каждом конкретном этапе его функционирования. Субъектами государственного финансового регулирования рынка ценных бумаг выступают государственные структуры, регулирующие отношения на рынке ценных бумаг, объектом - система финансовых отношений ме-

жду субъектами на рынке ценных бумаг. Современные исследователи, как правило, рассматривают финансовое регулирование рынка ценных бумаг только с позиций государственного финансового регулирования. Однако, в диссертации обосновывается вывод о том, что данный подход не отвечает современным условиям развития системы финансового регулирования рынка ценных бумаг, так как финансовое регулирование рынка может также осуществляться отдельными профессиональными участниками (внутреннее финансовое саморегулирование) и объединениями профессиональных участников (внешнее финансовое саморегулирование). В связи с вышесказанным в диссертации уточнено понятие и структура системы финансового регулирования рынка ценных бумаг, в состав которой предложено включать две подсистемы: государственное финансовое регулирование и финансовое саморегулирование.

Далее в работе дается определение и раскрывается содержание финансового саморегулирования рынка ценных бумаг и его форм. Финансовое саморегулирование представляет собой упорядоченную и целенаправленную деятельность отдельных профессиональных участников рынка ценных бумаг и саморегулируемых организаций профессиональных участников, направленную на контроль за соблюдением показателей финансовой устойчивости профессиональных участников рынка ценных бумаг, совершенствование систем риск-менеджмента участников рынка, защиту прав и законных интересов инвесторов. По основным формам финансовое саморегулирование, как система, делится на внешнее и внутреннее саморегулирование. Внешнее саморегулирование осуществляется саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг. Внешнее саморегулирование, как правило, сводится к разработке стандартов деятельности на рынке ценных бумаг, а также обязательных требований к финансовым показателям профессиональных участников рынка ценных, которые вводятся саморегулируемыми организациями и обязательны для соблюдения всеми участниками данных организаций. Внутреннее саморегулирование осуществляется отдельными профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Как правило, внутренне саморегулирование сводится к совершенствованию существующих у профессиональных участников систем управления рисками. Субъектами финансового саморегулирования рынка ценных бумаг являются профессиональные участники рынка ценных бумаг и саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, объектом выступает система финансовых отношений на рынке ценных бумаг.

Вторая группа проблем посвящена оценке современного состояния рынка ценных бумаг и выявлению основных факторов, сдерживающих его развитие, а также вопросам повышения стимулирующей роли государственного финансового регулирования в развитии рынка ценных бумаг.

Формирование рынка ценных бумаг в России повлекло за собой возникновение связанных с этим процессом многочисленных проблем, преодоление которых необходимо для дальнейшего успешного развития и функционирования рынка ценных бумаг. Вследствие этого представляется необходимым систематизировать основные факторы, сдерживающие развитие рынка ценных бумаг

России, на основе анализа качественных и количественных его характеристик в сравнении с развитыми странами и странами БРИК за период с 2002 по 2008 гг.

Среди всех рассмотренных и проанализированных в диссертации характеристик, отражающих современное состояние российского рынка ценных бумаг, наиболее полно отражающими уровень его развития являются показатели капитализации рынка, уровень ликвидности и количество эмитентов, прошедших процедуру листинга на бирже. По сравнению с развитыми рынками уровень капитализации рынка ценных бумаг России существенно ниже. Так, в 2008 г. капитализация развитых рынков ценных бумаг составила: США - 11 737 646 млн. долл., Великобритания - 1 868 153 млн. долл., Япония - 3 356 417 млн. долл.. По сравнению с развивающимися рынками стран БРИК российский рынок имеет сопоставимые показатели за период с 2002 по 2007 гг., однако, в 2008 г. у рынков Индии и Китая показатели капитализации существенно выше российских. В 2008 г. капитализация российского рынка ценных бумаг составила 711 776 млн. долл. США.

Уровень ликвидности рынка ценных бумаг можно оценить с помощью показателей объема торгов ценными бумагами (акциями) на бирже. По этому показателю российский рынок ценных бумаг существенно отстает от развитых рынков ценных бумаг. Например, в 2008 г. объем биржевых торгов акциями на российском рынке был в 61 раз меньше аналогичного показателя в США. Среди стран БРИК в исследуемом периоде (2002-2008 г.) по объему биржевых торгов акциями выделялся Китай. Показатели России, Индии и Бразилии в целом были сопоставимы.

По количеству эмитентов, прошедших процедуру листинга на бирже, среди развитых стран выделяется США. Так в 2008 г. в США этот показатель составил 6449 эмитентов. Для сравнения в России - 561 эмитент. Среди развитых рынков и рынков стран БРИК по количеству эмитентов, прошедших процедуру листинга на бирже, абсолютными аутсайдерами являются рынки ценных бумаг России и Бразилии.

В соответствии с предложенной классификацией, к основным факторам, сдерживающим развитие российского рынка ценных бумаг, относятся:

1) капитализационные факторы:

- низкий уровень капитализации рынка ценных бумаг;
- ограниченная ликвидность на рынке ценных бумаг;
- малое количество эмитентов, прошедших процедуру листинга на бирже;

2) налоговые факторы:

- неблагоприятный налоговый климат;
- отсутствие мер налогового стимулирования, как профессиональных участников рынка ценных бумаг, так и розничных инвесторов;

3) инфраструктурные факторы:

- посредственный уровень развития системы риск-менеджмента профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- низкая конкурентоспособность российских бирж на мировом финансовом рынке;

- низкий уровень развития системы клиринга;
- отсутствие системы страхования рисков профессиональной ответственности на рынке ценных бумаг;

4) информационные факторы:

- низкий уровень раскрытия информации эмитентами и прозрачности рынка ценных бумаг в целом;
- низкий уровень информированности населения об услугах, предоставляемых на рынке ценных бумаг;
- отсутствие полноценных государственных программ повышения финансовой грамотности населения;

5) учетные факторы:

- отсутствие системы страхования рисков профессиональной ответственности учетных институтов (организации, осуществляющих депозитарную деятельность и деятельность по ведению реестров владельцев ценных бумаг);
- низкий уровень внедрения современных информационных технологий учетными институтами;

6) защитные факторы:

- низкий уровень защищенности розничных инвесторов от недобросовестной деятельности на рынке ценных бумаг;
- широкое распространение "финансовых пирамид" и организаций, осуществляющих квазизаконную деятельность на рынке ценных бумаг;
- отсутствие механизмов страховой защиты инвесторов на рынке ценных бумаг;

7) правовые факторы:

- наличие широкого спектра пробелов в законодательстве о рынке ценных бумаг, которые допускают вольную трактовку законодательных норм;
- отсутствие понятных всем участникам "правил игры" на рынке ценных бумаг, которое сдерживает приток капитала инвесторов-нерезидентов.

Учитывая влияние названных факторов, в работе предложена система регулирующих мер на российском рынке ценных бумаг в условиях глобального системного кризиса и посткризисный период, базирующаяся на комплексном применении основных форм государственного финансового регулирования и саморегулирования. Наиболее эффективными антикризисными мерами государственного финансового регулирования российского рынка ценных бумаг являются:

- ужесточение требований к нормативам достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые впервые подают документы на получение лицензии ФСФР РФ на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- освобождение от налога на прибыль организаций прибыли, направляемой профессиональными участниками рынка ценных бумаг в собственный уставный капитал этих организаций;
- отмена запрета ФСФР РФ на проведение необеспеченных сделок по продаже ценных бумаг;

- введение запрета на длительную приостановку биржевых торгов;
- развитие института секьюритизации банковских кредитов.

Кроме названных антикризисных мер, в диссертации предлагаются меры финансового регулирования российского рынка ценных бумаг в посткризисный период, а именно:

- введение льготного режима налогообложения прибыли профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- разработка федеральной целевой программы по развитию финансового рынка;
- внедрение компенсационных механизмов на рынке ценных бумаг;
- введение обязательного страхования профессиональной ответственности на рынке ценных бумаг.

Действующая сегодня в России система налогообложения результатов деятельности на рынке ценных бумаг не стимулирует профессиональных участников этого рынка, прежде всего, это касается налога на прибыль. Поэтому в диссертации разработан стимулирующий налоговый механизм, предполагающий введение льготного режима налогообложения прибыли профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В общих чертах механизм действия данного режима сводится к следующему: при увеличении размера клиентского портфеля организации-брокера на величину, равную или превышающую размер ставки рефинансирования Банка России в течение налогового периода, в следующем налоговом периоде налогоплательщик (организация-брокер) будет облагаться налогом на прибыль по пониженной ставке, равной 50% базовой ставки этого налога. Основным проблемным моментом при разработке подобного режима является определение фискального результата (дополнительных налоговых поступлений или потерь бюджета) от введения льготного налогообложения. Авторские расчеты, проведенные на основании отчетности 5 профессиональных участников, входящих в число 100 крупнейших брокерских организаций России, показали, что дополнительные поступления по НДС, связанные с увеличением клиентского портфеля исследуемых организаций, в 12,4 раза превышают сумму потерь от введения пятидесятипроцентной льготы по налогу на прибыль для брокерских организаций. Соответственно, поступления в федеральный бюджет и бюджеты субъектов РФ не сократятся, а произойдет увеличение суммарной величины налоговых доходов. То есть, введение льготного режима налогообложения профессиональных участников рынка ценных бумаг позволит соблюсти интересы всех участников процесса предоставления услуг на рынке ценных бумаг: государства (в части увеличения доходной части бюджета и стимулирования активности участников рынка ценных бумаг), профессионального сообщества (в виде экономии на налоге на прибыль), инвесторов - физических лиц (ввиду прямой заинтересованности брокеров в росте доходов клиентов по операциям с ценными бумагами). Кроме того, применение механизма льготного налогообложения прибыли возможно не только к брокерам, но и к организациям, осуществляющим доверительное управление активами на рынке ценных бумаг.

Помимо льготного режима налогообложения профессиональных участников рынка ценных бумаг, анализируя используемые инструменты налогового стимулирования в зарубежной практике, целесообразными для применения в России являются следующие инструменты:

- полное безусловное освобождение дивидендов, полученных физическими лицами от юридических лиц, от налога на доходы физических лиц (применяется в Бразилии, Мексике);

- введение "акций, дающих налоговые преимущества", предназначенных для выпуска в приоритетных для государства целях (применяется в Бельгии).

Третья группа проблем связана с вопросами формирования в России эффективной системы финансового саморегулирования рынка ценных бумаг.

В настоящее время в российской практике не только слабо развит институт саморегулирования рынка ценных бумаг, но и отсутствуют полноценные механизмы финансовой защиты участников рынка ценных бумаг. В силу ограниченности регулирующего воздействия на участников рынка этой подсистемы финансового регулирования саморегулирование должно дополнять, но не заменять государственное финансовое регулирование рынка ценных бумаг, так как основные направления и формы регулирования рынка устанавливаются органами законодательной и исполнительной власти. Одним из наиболее востребованных механизмов защиты участников рынка ценных бумаг, связанного с совершенствованием методов финансового саморегулирования, является создание компенсационного фонда на рынке ценных бумаг. В диссертационной работе был рассмотрен вариант создания такого рода фонда с участием государственной собственности. Государственно-корпоративный компенсационный фонд наиболее востребован с точки зрения его устойчивости, однако, в условиях мирового финансового кризиса существуют более приоритетные направления расходования средств федерального бюджета. Поэтому создание чисто корпоративного компенсационного фонда, формируемого из взносов профессиональных участников рынка ценных бумаг, является актуальным и более приемлемым на данный момент. В связи с этим в диссертации разработан механизм функционирования и управления данным фондом, включая источники его формирования и условия, при которых осуществляются выплаты из фонда. Механизм функционирования корпоративного компенсационного фонда рассмотрен на примере одного из видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг - доверительного управления денежными средствами и/или ценными бумагами.

Основной целью создания корпоративного компенсационного фонда является финансовая защита как профессиональных, так и непрофессиональных участников рынка ценных бумаг от наступления неблагоприятных последствий неисполнения и/или недобросовестного исполнения профессиональными участниками рынка ценных бумаг своих обязательств. В соответствии со ст. 12 ФЗ "О саморегулируемых организациях" данный фонд должен формироваться из обязательных регулярных взносов членов саморегулируемых организаций.

В настоящее время Национальная лига управляющих (НЛУ), Национальная фондовая ассоциация (НФА) и Национальная ассоциация участников фондового

рынка (НАУФОР) выполняют схожие функции в регулировании отрасли доверительного управления. Это приводит к дублированию и к множественности стандартов деятельности на рынке ценных бумаг, что неприемлемо с точки зрения эффективности саморегулирования. Наиболее целесообразным представляется разделение всех саморегулируемых организаций по отраслевому признаку. НЛУ, например, должна регулировать деятельность по доверительному управлению (как индивидуальному, так и коллективному), НАУФОР - брокерскую деятельность, и т.д. В связи с множественностью саморегулируемых организаций в одной отрасли рынка ценных бумаг представляется затруднительным формирование и администрирование компенсационного фонда. По этой и другим причинам необходимо дифференцировать саморегулируемые организации по отраслевому признаку, а также установить в качестве одного из лицензионных требований вступление профессионального участника в отраслевую саморегулируемую организацию в зависимости от вида деятельности, а при совмещении видов профессиональной деятельности - в несколько саморегулируемых организаций.

Корпоративный компенсационный фонд будет формироваться за счет обязательных взносов членов саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг. Целесообразно установить размер таких взносов в зависимости от объема средств в управлении с применением регрессивной шкалы ставок. Проанализировав объем активов в управлении в разрезе каждой управляющей компании, было предложено несколько групп таких компаний:

- 1 группа - активы более 100 млрд. руб. (3 управляющие компании);
- 2 группа - активы более 50 млрд. руб., но менее 100 млрд. руб. (4 управляющие компании);
- 3 группа - активы более 10 млрд. руб., но менее 50 млрд. руб. (14 управляющих компаний);
- 4 группа - активы более 1 млрд. руб., но менее 10 млрд. руб. (40 управляющих компаний);
- 5 группа - активы менее 1 млрд. руб. (все оставшиеся управляющие компании).

Взносы в корпоративный компенсационный фонд должны варьироваться в зависимости от объема активов в управлении от 1% до 3% от суммы активов в управлении. Инвестирование средств фонда должно осуществляться специально созданной для этого управляющей компанией, которая будет осуществлять инвестирование средств компенсационного фонда в финансовые инструменты на основании инвестиционной декларации, разработанной в соответствии с требованиями ФСФР РФ и утвержденной правлением отраслевой саморегулируемой организации.

Механизм функционирования системы управления корпоративным компенсационным фондом в части инвестирования средств в финансовые инструменты схож со схемой функционирования системы управления паевым инвестиционным фондом, эффективность которой доказана на практике, так как за 13 лет

существования паевых фондов в России не было ни одного случая банкротства паевого инвестиционного фонда, несмотря на кризисы 1998 и 2008 гг.

Реализация предложенных мер позволит снизить уровень рисков на рынке ценных бумаг, повысить уровень доверия инвесторов, создать эффективную и лаконичную структуру системы финансового регулирования и саморегулирования на рынке ценных бумаг и, в конечном итоге, приблизить уровень развития организационной структуры российского рынка ценных бумаг к ведущим мировым рынкам ценных бумаг.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:

1. *Кусмарцев А.И.* Тенденции развития российского и зарубежных рынков ценных бумаг // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. - Саратов: Издат. центр СГСЭУ, 2008. №2(21). - 0,3 п.л.
2. *Кусмарцев А.И.* Анализ факторов, сдерживающих развитие рынка ценных бумаг в России // Микроэкономика. - Москва: ОАО "Институт микроэкономики", 2009. №5. - 0,4 п.л.
3. *Кусмарцев А.И.* Развитие системы налогообложения операций на рынке ценных бумаг России // Микроэкономика. - Москва: ОАО "Институт микроэкономики", 2009. №6. - 0,5 п.л.

Статьи и тезисы докладов в других изданиях:

4. *Кусмарцев А.И.* Понятие, формы и методы финансового регулирования социально-экономических процессов. // Финансы, налоги, кредит: Сб. науч. трудов. Вып. 4 / Под ред. В.В. Степаненко. - Саратов, 2007. - 0,3 п.л.
5. *Кусмарцев А.И.* Особенности налогообложения прибыли юридических лиц от операций с ценными бумагами // Финансы, налоги, кредит: Сб. науч. трудов. Вып. 4 / Под ред. В.В. Степаненко. - Саратов, 2007. - 0,2 п.л.
6. *Кусмарцев А.И.* Налоговое регулирование развития рынка ценных бумаг в мировой практике // Реализация финансовой, банковской и таможенной политики: современные проблемы экономики и права: сборник научных трудов (по материалам межвузовской научно-практической конференции, Саратов, 18 апреля 2008 г.) / Под ред. Е.В. Покачаловой, О.Ю. Бакаевой. - Саратов: Изд-во ГОУ ВПО "Саратовская государственная академия права", 2008. - 0,2 п.л.
7. *Кусмарцев А.И.* Формирование благоприятного налогового климата для участников рынка ценных бумаг в России // Финансовый механизм экономического роста России: сб. науч. трудов: Вып.2 / Под ред. В.В. Степаненко. - Саратов, 2008. - 0,2 п.л.
8. *Кусмарцев А.И.* Содержание и развитие государственного регулирования и саморегулирования рынка ценных бумаг // Тенденции развития финансов: теория и практика: сб. статей I Международной научно-практической конференции / Отв. ред. В.Д. Борисова. - Пенза: ПГПУ им. В.Г. Белинского, 2009. - 0,4 п.л.

9. *Кусмарцев А.И.* Инструментарий финансового регулирования рынка ценных бумаг: мировой и российский опыт // Финансы, налоги, кредит. Сб. науч. трудов. Вып. 5 / Под ред. В.В. Степаненко. - Саратов: СГСЭУ, 2009. - 0,7 п.л.

